

公正な買収の在り方に関する研究会

第6回 議事要旨

1. 日時：令和5年3月28日（火）9時00分～12時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第2特別会議室
3. 出席者：

【対面】神田座長、石綿委員、井上委員、江良委員、太田委員、大塚委員、小館委員、児玉委員、三瓶委員、角田委員、三橋委員

【オンライン】市川委員、武井委員、田中委員、玉井委員、藤田委員、別所委員、松倉委員

【ゲストプレゼンター】金融庁 企画市場局 企業開示課（谷口管理官）

（欠席：小畑委員）

4. 議題：パブリックコンサルテーションを踏まえた指針原案について
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「指針原案」）及び参考資料1（「事務局資料（パブリックコンサルテーション結果報告）」）について説明を行った。次に、金融庁より参考資料2（「公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討」）についてご説明いただいた後、討議を行った。事務局の説明及び金融庁のご説明並びに討議の概要は以下のとおり。

（1）事務局説明

【事務局（安藤産業組織課長）】今回から本研究会は新たなフェーズに移り、具体的な指針案についてご議論いただくこととなる。また、今回からカーライル・ジャパン副代表の大塚様に新たに委員にご就任いただいた。

本日を含め、4月にかけて3回分の開催日程のご予定をいただいているので、よろしくお願いしたい。

指針原案の説明に先だって、パブリックコンサルテーションの結果報告をさせていただく。

本研究会の主要論点を全体で5ページほどの簡単な紙にまとめ、ご意見や情報を募ったところ、合計38者から意見をいただいた。特にファンドや企業からの意見が多く寄せられている。なお、ファンドについては、買収者としての立場ではなく、株主としてアクティブなエンゲージメントを行う立場の方からのものが中心である。委員の皆様には一部黒塗りの状態の原本もお渡ししていたところだが、同様のご意見を集約するなどして整理した参考資料1をお配りしている。

ごく簡単にご紹介すると、PBRが1倍を下回る企業が多い日本において、公正な買収の在り方についての検討していること自体は評価する声が多いように思われる。望ましい買収か否かについて「企業価値の向上」を基準に判断するという考え方を示していた点については、恣意性が入りかねず経営者の保身に繋がるという意見や、株主利益をもっと重視すべきだという意見があった。

企業などからは、従業員等のステークホルダーや、事業の公共性も考慮されるべきとの声もいただいた。

また、平時に導入する買収防衛策について、どのような方策を講じれば機関投資家として受け入れる余地があるかについて意見を聴いたが、容易には受け入れられないという意見などが寄せられている。

ご意見をいただいた皆様におかれては、大変ありがたく思っており、この場を借りて御礼申し上げます。

続いて、指針の原案について、資料3をご覧いただきたい。

まず全体構成だが、第1章が「はじめに」、第2章が3つの原則と基本的な視点について、第3章で、買収提案を受けた対象会社の取締役会の行動規範を、第4章で買収に関する透明性の向上として、開示や情報提供の話を、第5章で、買収への対応方針・対抗措置についてとして、これまで買収防衛策と呼んでいたものを取り上げている。

本体のボリュームを抑えて読みやすくするために、詳細な内容を取り上げている部分は別紙として整理している。なお、別紙の扱いについては、本体と比べて位置づけに差はなく、両者一体となって一つの指針を成すものと考えている。

第1章では、今回の指針が大きな潮流の中のどこに位置づけられるのかが分かるよう、過去20年を振り返りつつ、そうした潮流に沿った上で、公正なM&A市場における市

場機能の健全な発揮により、望ましい買収が生じやすくすることを目指して検討しているという検討の狙いを2ページ目で書いている。また、3ページの冒頭で本指針の意義を書いており、買収による企業の成長に資する、経営に対する外部からの規律の向上に資する、業界再編の進展や、資本市場における健全な新陳代謝に資するといったことに触れている。既存の指針との関係についても触れており、まず公正 M&A 指針との関係においては、そこで示された原則論を継承しつつ、公正な M&A 市場の確立に向けたさらなる一助として本指針を位置づけるものとしている。2005 年の買収防衛指針との関係については、買収防衛指針の運用状況やその後の司法判断、機関投資家の議決権行使行動などを踏まえ、今般見直しを行うこととし、新たに本指針の第5章、及び別紙3において、買収への対応方針・対抗措置の在り方について定めるとしている。なお、2005 年の買収防衛指針は経産省と法務省の両省で策定していたため、今般見直しに当たり、法務省の協力・確認を得つつ本指針を策定している旨を記載している。

4 ページで、本指針の対象について記載している。上場会社の株式を取得することでその経営支配権を得る行為、いわゆるコーポレート・コントロールに関わる買収を主な対象とするとしている。特に、経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収が行われる場合についても射程に含め、これを意識して検討している旨を記載している。なお、いわゆる買収防衛策については、経営支配権を得るまでに至らない程度の株式の取得の段階で用いられるという実務になっているため、必要に応じてそうしたものも本指針で取り上げるとしている。

5 ページの用語について、取締役会が賛同していない買収を「同意なき買収」と呼んでいる。一般に買収防衛策と呼ばれているものについては、新株予約権無償割当て等によって買収に対抗する旨を定めた「方針」については、実務上用いられている表現を踏まえ「買収への対応方針」と呼ぶ一方、新株予約権無償割当て等の具体的な行為については「買収への対抗措置」と呼ぶこととし、指針原案の中でこれらを書き分けている。なお、unsolicited な買収提案をどう呼ぶかという点も研究会では議論になっていたが、ドラフトを書いてみたところこの言葉を使う箇所が少なかったため、用語として定義せずに必要な箇所で書き下している。

6 ページに原則を示している。前回の議論やパブリックコンサルテーションで寄せられた意見を踏まえて見直しを図っているが、第1原則については2案を示している。1つ目が、

前回研究会で第2原則に書いていた一般株主が享受すべき利益の確保を、第1原則に移し、企業価値向上と併記するという案。企業価値向上と、一般株主が享受すべき利益の双方に資するものを、「望ましい買収」としてはどうかということだ。なお、これに当たらないものが、すなわち双方に資するものではない買収が、全て望ましくない買収である、ということを行っているものではないので、念のため申し添える。2つ目は、「企業価値ひいては株主共同の利益を確保し」と書くという案。2005年の指針の第一原則の記載を踏襲している案であり、企業価値が向上すれば、ひいては株主共同の利益の確保にも繋がるといふ両者の関係を示しているものだ。なお、この案では「一般株主が享受すべき利益」という言葉は出てこないが、これを軽視している訳ではなく、「株主共同の利益の確保」の中に含まれることから、原則では明示していないもの。第2原則は株主意思の原則で、前回の議論を踏まえ、会社の経営支配権に関するものとして記載している。第3原則は透明性の原則で、株主意思の原則を支えるものとして、株主の判断のために必要な情報の提供について定めている。

6ページの2.2.1では、買収の意義がどこにあるかということ、政策論の原点に戻って記載している。その下の2.2.2だが、企業価値は、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表す定量的なものだということを書いている。ステークホルダーの貢献も、将来のキャッシュフローが増加することを通じ、ここに含まれるものだと考えている。

8ページの2.2.3だが、透明性を高め、株主に十分な情報と時間を提供することで、株主がインフォームド・ジャッジメントを行うことが期待されるということを書いている。9ページの最後に、透明性の確保の観点から、制度的な枠組による対応では十分でないと考えられる例外的・限定的な場合に、買収への対応方針・対抗措置を用いることがある旨と、その際は株主総会における株主の合理的な意思を確認することが基本となると記載している。なお、「基本となる」ということであり、これを基本としつつも例外的な場合はあり得ると考えている。

10ページから、第3章として取締役会の行動規範を取り上げている。10ページの3.1.1では、買収提案を受けた一般的な場面について、企業価値を向上させるか否かの観点から取締役会が買収の是非を判断するとともに、一般株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべき、ということを書い

ている。

その上で、11ページの3.1.2の所で、「取締役会が買収の実行に向けて行動することを決定している場合」、についての考え方を整理している。本研究会では、米国のレブロン基準も参照しながらの議論があったが、その話を取り上げている箇所であり、具体的にどのような行動が望まれるかについて、12ページの後半に書いている。13ページから、具体的な買収提案が記された提案書を受領した場合には、取締役会に付議することが基本となるなど、こういった場合の具体的な行動の在り方について整理をしているが、詳細は割愛させていただく。

21ページからの第4章では、買収者、対象会社の双方からの情報提供による透明性向上について取り上げている。市場内買付けが公開買付け制度の対象となっていないことや、米国や英国のような実質株主の判明に関する制度が存在しないことを踏まえ、ソフトローの世界で透明性を向上させるためのベストプラクティスを書こうとしているもの。24ページに対象会社による情報開示について記載している。前回、買収が実施されないケースまで開示することはデメリットが大きいという議論があったことから、買収が実施されるケースにおける開示の話として4.2で記載している。

27ページからの5章と、加えて別紙3が、買収への対応方針・対抗措置に関するパートだ。冒頭で、本来の在るべき姿として当事者が適切に行動することによるインフォームド・ジャッジメントの実現について触れた上で、現状において、事案に応じ、企業が買収への対応方針を定め、これが適法であると司法判断で認められている場合がある旨を書いている。また、28ページで、公開買付け制度のような制度的な枠組との違いとして、選択的に用いられるものなので、会社の姿勢に左右されるという点に触れている。これ以降、特に別紙3において、これまでの司法判断を踏まえた上での整理や、ベストプラクティスとして何が望ましいかを整理しているが、詳細は割愛させていただく。

また、30ページの5.5では、この議論の大前提になる話として、対応方針の導入の検討の前に、まずは会社の本源的価値を高めるための努力と、それが時価総額に反映されるための取組が前提であることを明記している。加えて、31ページでは、資本市場との対話について、取締役会の構成の独立性を高めていくことで公正さを担保するということと、機関投資家や議決権行使助言会社は、基準をもって形式的に判断するのではなく、議案に

対する賛否を判断することが望ましいという旨を記載している。

時間の関係で骨格だけのご説明になってしまい恐縮だが、いったんご説明は以上とさせていただきます、必要に応じてこの後の議論の中でご説明させていただきたい。

(2) 金融庁からの資料説明

【金融庁（谷口管理官）】参考資料2をご覧ください。3月2日、当庁に設置されている金融審議会において、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討を進めることが決議されたため、その内容について、資料に基づいて説明する。

1 ページ。公開買付制度・大量保有報告制度に関するこれまでの主な導入・改正の経緯について取りまとめている。1971年、1990年、2005～2006年で3回大きな改正が行われている。基本的に公開買付制度・大量保有報告制度は米国の制度を参考に導入され、その後英国ないしは欧州の制度を要素的に取り入れてきたという側面があるが、2005～2006年の改正以降大きな改正はなされておらず、最後の大きな改正から17年ほど経過している。その間に様々な資本市場の環境変化があり、今般そういった環境変化を踏まえて全体的な観点で見直しを行う予定。

具体的な内容について、2 ページ。限定された特定のトピックについて検討するというよりは、これまでにご指摘をいただいた幅広い課題についてそれぞれ検討していくことを予定している。これが全てということではなく、主に指摘されている課題をこちらにとりまとめた。具体的には、公開買付制度については、こちらの研究会の資料にも記載があった通り、環境変化として特に2021年は非友好的な買収事例が多かった年であり、また、買収事例において市場内取引を通じて行うものもいくつかあったと認識している。また、昨今、M&Aの国際化・多様化が進んでいる点も、この17年間の大きな環境変化だと理解している。そのような中で、課題として指摘されているものとして公開買付規制の適用範囲があり、2006年の公開買付制度等ワーキンググループでも既に検討されているが、近時の環境変化を踏まえて市場内取引を公開買付規制の適用範囲とすべきかどうかという点や、1/3という閾値が適切かという点について、改めて予断なく検討したいと考えている。また、こちらの研究会でも議論されている通り、公開買付けの強圧性について近年着目されているが、それを解消させる、ないしは低減させるための措置を講じるべきか否

か、講じるとすればどのような措置を講じるべきなのかという点も含めて検討していきたいと考えている。3点目の公開買付規制の柔軟化については、昨今のM&Aの多様化の中で、様々な公開買付け手法が出てきているので、柔軟に公開買付規制を適用できるような手法を考えるべきではないかというご指摘を踏まえたもの。

続いて大量保有報告制度と実質株主の透明性について、昨今の特に大きな環境変化として、パッシブ投資の増加と、それに伴う協働エンゲージメントの広がりがある。また、2014年のスチュワードシップコードの策定以降、企業と投資家との対話の重要性が高まっており、こういった点を踏まえて大量保有報告制度、実質株主の透明性を検討したいと考えている。具体的には、建設的な対話の重要性の高まりを受けて、特例報告制度の適用要件として定められている重要提案行為について、その具体的な範囲が不明確であるところのご指摘をいただいているので、範囲を明確化する必要があるのかを含め検討したいと考えている。また、協働エンゲージメントが広まる中で、協働エンゲージメントを行うことが大量保有報告制度上の共同保有に該当してしまうのではないかと懸念も寄せられているところであり、どのような場合に共同保有者に該当するのか明確化すべきところのご指摘をいただいている。また、現金決済型エクイティ・デリバティブの取扱いについては、既に金融庁からQ&Aを公表しているが、必ずしも取扱いが明確ではないというご指摘をいただいているので、こちらも諸外国の例も踏まえて明確化していくべきかどうか議論していきたいと考えている。

最後に、実質株主の透明性を図るための方策だが、こちらについては大量保有報告制度とは別の議論として、5%超に至らない場合であっても実質株主の透明性を図る制度が米国や欧州では採用されている中で、日本においても同様の措置を講じるべきかという観点から検討することを予定している。

これらについて、金融庁が一定の方向性を見据えて検討を進めているとの報道が一部でされているが、そのような事実はなく、予断なく検討をしていく所存。本格的な検討は今後開始することになるため、本研究会における議論に直接影響するものではないが、関連する部分があるため、ご参考までにご報告させていただいた。

(3) 討議

【藤田委員】パブリックコンサルテーションでは否定的な意見が多く愕然としたところも

あるが、パブリックコンサルテーション用に公開された資料が論点一覧のような形で書かれた文章だったために誤解を生んだ面も少なくないと思う。そういう意味では、今回このように指針を丁寧に書いていただいたことで、誤解が避けられるようになった面も多いと思う。とりわけ 3 ページで、従来の指針等との関係を整理していることは重要だ。パブリックコンサルテーションの中で、公正 M&A 指針は良かったのに今回の議論は問題があるといったコメントもあったが、両者は連続的に作ろうとしており、基本的な考え方を変えるものではないので、連続的にとらえられることが分かるような記述が入ったことは良かったと思う。その上で若干の点についてコメントする。

6 ページの第 1 原則について。網掛けで選択肢が掲げられているが、私は基本的には後方で、「企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させる」といった表現にした方が安全で良いと考えている。公正 M&A 指針との関係を強調すると前者のような発想になるかと思うが、そうではない方が良いと思っている。実は、個人的には「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現自体は好きではない。論理的には株主利益を最大化することが、外部性がない限り企業価値を最大化することにつながるというロジックなので、「企業価値ひいては株主共同の利益」というのは順序が逆になっているように感じる。さはさりながら、ニッポン放送事件に由来するハードローで採用されている表現なので、これを尊重しこの文書でも用いる理屈は一応あるように思う。

その上で、公正 M&A 指針での表現との関係について述べたい。公正 M&A 指針では「一般株主」という表現を使っていたが、同指針は構造的利益相反がある状態を前提とした指針だった。多数株主と少数株主の対立が典型であるが、それだけなら「少数株主の利益」と書けたところ、公正 M&A 指針は MBO も射程に入れているので「一般株主」という表現になったと理解している。つまり、あくまで構造的利益相反があることを前提に、一般株主対多数株主あるいは一般株主対経営者・買収者という対立構造を前提に、「一般株主」という言葉が使われていた。しかし今回は、比較的低い持株数から支配権を取得するというケースを主として想定しているので、構造的利益相反が最初から存在していることを前提としたこういう書きぶりはない。むしろ買収者を含めた株主共同の利益の最大化ということで良いのではないかと思う。確かに取締役会が買収を容認した上で買収者と交渉するというシナリオになると、そこから先は公正 M&A 指針の世界に近づくが、一般論としてこの文書が扱うのは多数対少数とか買収者・経営者対その他の株主といった構

造が特に強調されるコンテキストではないので、前者の「一般株主が享受すべき利益が確保されるか」という文言を第一原則として括り出すことには違和感がある。

なお「企業価値」という言葉が曖昧で恣意的だとしてパブリックコンサルテーションでは批判されたようである。これについては 5 ページできちんと定義することで対応できていると思うが、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書の中では、取締役会は株主共同の利益の確保・向上に適わないにもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって何を守ろうとしているかを不明確にしたり、自らの保身につなげたりすることがあってはならないということが非常に強く書かれている。企業価値という概念を恣意的に活用して買収防衛を正当化することは望ましくないということを明確にする記述だと思うが、この種の記述は第 2 章辺りの本文に入れておいた方がよい。既に批判があるような部分については、明示的に書いた方が、この文書がより一般的に受け入れられる可能性が高まるように思う。

【別所委員】 全体的なコメントから。パブリックコンサルテーションにおける一部の反応を拝見してやや驚いた部分があったが、読み返してみると当時のステータスではあのよう
に解釈されてもやむを得ないと思った部分があった。折しも PBR 1 倍割れの企業に
フォーカスが当たり、その中で買収防衛策についてのボリュームが多い書きぶりだったので、
今回の議論が経営者の保身につながるのではないか、ないしは経済産業省が「盾」を
強めようとしているのではないかというように、我々の行ってきた議論とは異なる受け止
め方をあの時点ではされてしまったのだと思う。そういう意味では、この指針で何をメッ
セージとして書きたいのかということを明確にすること、原則と例外を明確にして書くこ
と（例外を書きすぎるとそれが原則のように読めてしまうので、そこに配慮して書き分け
ること）、さらにそういう中で全体のバランスをとることが重要だと思っている。そこ
で、本日事務局が提示したドラフトでは、3 ページの指針の位置づけや、27 ページの対
応方針・対抗措置についての考え方、児玉委員がおっしゃっていた買収防衛策の近時のト
レンドを書いていただいているので、事前に事務局と議論した時よりもかなり良くなっ
ていると思う。

そのうえで、今後のとりまとめを意識して 3 点ほどコメントしたい。

1 点目。6 ページの原則についてはパブリックコンサルテーションでもかなりフォーカス

が当たっている。「一般株主」か「株主」かというところは、前回の公正 M&A 指針では支配株主ないしは MBO をしようとしている特定株主との比較で「一般株主」という記載があったが、今回はそういう構造にない状況での指針なので、「一般」という言葉は不要と考えている。

2点目。2つある選択肢のうちどちらの表現が良いかという点について、私は前者の「企業価値を向上させるか及び一般株主が享受すべき利益が確保されるか」という方が読み手にとっては読みやすく、理解しやすいのではないかと感じた。藤田委員の意見を伺って、ニッポン放送事件の判決に由来している等の事情があることは承知しているが、後者の「企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるか」と書かれると、どこにどういう優先順位があるのかということについて混乱や誤解を招くのではないかと危惧する。よって、法律の専門的な書きぶりというよりも一般読者の受けとめ方という観点からは、前者の方が良いと感じた。今後の議論のポイントだと思う。

3点目。13ページの取締役・取締役会の行動について。買収提案を受け取った場合には取締役会に報告すべきということが書かれてあるが、「可及的速やかに」という言葉を入れた方が良いと思う。実務をやっていると、多くの場合、経営陣が受け取った提案を「握って」いて、後になって社外取締役に「なぜタイムリーに共有しないのか」と指摘されるケースも散見される。取締役会に上げるまでにタイムラグを置くことは、ベネフィットもなければ意味もないということは記載して良いと感じた。

全般的に、マーケットないしは関係者に対し日本の M&A を正しく定着させて、ポジティブな経済活動に資することを企図した指針であることを明確に謳うことが、これまでの議論にも適うし、日本の経済・資本市場にも求められていることだと思う。各論についてはかなり議論されているので、このあたりの書きぶりを工夫することでファインチューンされるのではないかとと思う。事務局の尽力に感謝したい。

【角田委員】 指針原案は、よくできていると思う。藤田委員の発言を受けて、今後のとりまとめを意識しながら発言したい。

まず、パブリックコンサルテーションの否定的な意見にショックを受けているようだが、マルチストラテジー型、買収アーブ型ヘッジファンドの方からの意見もあり、真摯な買収提案をする立場からではない否定的意見にそこまで強く反応しなくても良いのではないかと感じた。一方で、真摯な買収提案をしてくれるはずの戦略的投資家や、全株買収による

非公開化であるため結果的に真摯な提案になりやすいプライベートエクイティファンドの方のコメントはあまりないので、今日からご参加されている大塚委員からの意見をこれらの代弁者としてインプットしていけば良いと思う。

次に、「一般株主」か「株主」かについて言うと、私は「一般」の方がよい。持ち合い株主、取引先株主など、株価のように市場で一般的に売買している方が得られるものではない利益を得られる株主については、特に今後 MOM を突き詰めていく場合にはもっと議論しなければならない話だと思うので、私はあえて「一般」を勧めたい。前回の議論とも重なるが、株主以外の面で受ける利益を除いた一般株主にとっての株主価値と買収提案価格との比較判断に重点を置いて、願わくは、経営者や取締役の行動規範にまで落としたいと思っている。具体的には、株価が低い、マルチプルが低い原因について、取締役会でなぜそうなっているのか、しっかり議論をすることが重要だと考えている。経営者の立場で言えば、自分が打ち出している事業計画が市場において信頼が得られていない、もしくは実行能力が無いと言われていることになるので、真摯に対応しなければならない。取締役会としては、マルチプルが低いのであれば、PBR なら株主資本コストを上回れない ROE なのか、DCF 価値との乖離であれば、事業計画が間違っているのか、事業別 ROIC を満たせていないセグメントが多いのか、レバレッジを有効に使えていないのかなど、いろいろな議論があると思う。株価より高い価格の一方的買収提案が来た際には、その価格と比較して対応を決める、ギャップをなくしていくようなオプションを追及するといった対応があるが、むしろ、買収提案が来なくても日常からやっていくことが必要だ。そういう思いも込めて前者が良いと感じた。

【松倉委員】 短期間での指針原案の作成に感謝したい。指針原案について、4点ほど申し上げる。

7 ページ記載の「2.2.2 企業価値の向上と一般株主利益の確保」、10 ページ記載の「3.1.1 買収提案を巡る行動規範の一般論」の中で、取締役の行動規範として「一般株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力が行われるべき」との記載があるが、利益相反関係にある MBO 等を除いては、取締役の広範な裁量権は認められるべきと思うので、例えば裁判例で認められている経営判断原則に関する取締役の注意義務を加重することを企図するものではないという趣旨の注釈をつけていただきたい。

続いて10ページの「3.1.1 買収提案を巡る行動規範の一般論」の中で、「直近の平均的な株価水準よりも相応に高い買収価格が示されているなど、企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを真摯に検討する必要がある」との記載があるが、例えば買収が成立した後、従業員を大幅に削減することで投資を回収しようとする買収者が、これを前提に高い買収価格を提案するような場合は、必ずしも「高い価格＝企業価値向上」にはならないと考えている。さらに近年、株主価値最優先の考え方の妥当性に対する議論があることも踏まえると、「など」の具体例をもう少し丁寧に記載していただければありがたい。

29ページ。「5.2 株主意思の尊重」では、株主意思の確認が株主総会によってのみなされるかのような記載になっているが、株主意思の確認は必ずしも株主総会による必要はないということはこれまで何度も申し上げてきた通りだ。企業側の立場からすれば、株主総会を開催する実務はとても負担がかかるので、こうした点を踏まえた記載に直していただきたい。

最後に、43ページ。「a)時間・情報・交渉機会の確保」について。1つ目の矢羽根で「60営業日」という上限設定がされているが、一般的な買収防衛策では60営業日を超える期間設定であっても株主総会で承認されている。また、次の矢羽根で情報提供の範囲を「公開買付届出書における記載内容と同程度」ととどめるような記載になっているが、ファンド等が買収者の場合には、買付者の属性やこれまでの買収実績等も対象会社にとって必要な情報であると考えている。そのため43ページの最後の矢羽根から44ページの冒頭の矢羽根の記述は不要と考えている。

以上だが、特に最初の2点については非常に重要だと考えているので、ご検討のほど、よろしく願います。

【石綿委員】 まずは事務局のとりまとめに感謝したい。

パブリックコンサルテーションについては、ヘッジファンドからの意見が多く、一般企業からの意見はあまり出ていない。今回出てきた意見については、そのまま正面から受け止め過ぎると逆に偏ったものになってしまうリスクがあるように思う。

5ページの「一般株主」について。元々「一般株主」とは、支配会社による従属会社の買収やMBOを対象とした公正M&A指針で定義されたもので、取締役が一般株主から株を

買う、又は支配株主が上場子会社の株主から株を買うといった文脈を前提として、対象会社の取締役や重要な利害関係を共通にする株主などを除いた概念である。このような特定の株主を除外した概念を基本原則の中で用いることが本当に良いかは慎重に検討する必要がある。対象会社の取締役や、それを派遣している重要な利害関係を共通にする株主が、30～40%株式を持っていることもある。指針の具体的な記述の中において「一般株主」という言葉が出てくることは良いと思っているし、指針の中身を弱めるべきと言っているわけではないが、全体に共通する基本原則の中で用いてしまうと、様々な場面で歪みが生じ、個別の局面では合理的な帰結をもたらさない可能性があるように思われる。

したがって、6ページの第1原則の部分は「株主共同の利益」という言葉を使うべきと考えている。2005年に指針で用いられ、その後判例で引用され、多くの文献にも使われている概念だと思う。また「株主共同の利益」が一番高いレベルで存在している。それを具体的な場面で適用していくにあたっては、一般株主の利益を守るべき場合を指すように変容させる必要もあるだろうし、具体的なアクションを求めることもあるだろうが、原則として語る場合には高位のレベルの概念として「株主共同の利益」を使っておいた方が、いろいろな局面で解釈の誤解や矛盾を生じさせなくて済むのではないかと思う。よって、第1原則としては、「株主共同の利益」という言葉を使った方が良いと考える。

7ページ。3つ目のパラグラフの強圧性に関するところで、「株主が自らの利益を損ねることを強いられる」ことが問題なのか、それとも、株主の意に反して売買を強要されることが問題なのか。株主が客観的に自らの利益を損なわれていなければ、意に反して売買を強要されたとしても問題はないというわけではない気がするので、強圧性の概念において、「自らの利益を損ねる」というところまで要件として求めるべきかは疑問。

8ページ。理論的に「公正に分配すべき利益」がこのように定義されるというのはご承知の通りだが、実務においてフェアネスオピニオンが出る場合、ないしはグローバルなM&Aにおいてフェアかどうかという議論がされる場合に、フィナンシャルアドバイザーがこういう概念で整理して意見書を出しているわけではない。公正M&A指針では、理論的にはこうではあるけれども実際の案件においては一義的に客観的な基準を設けることは困難であって、公正な手続の在り方を通じて実現していくというような趣旨が丁寧に書き込まれているが、そういった「理論的・概念的にはこうだが、実際にはこうだ」という記載が消えてしまってこれだけが指針に出てくると、実務上混乱を生じることが危惧される。どのように書くかは委ねるが、公正M&A指針で述べていることを変えるという趣旨

ではないと思うので、誤解が生じないように書きぶりをご検討いただきたい。

10 ページ。行動規範を意欲的に作っていただいたのは良い。ただ、気になるのは、米国で考えると、ビジネスジャッジメントルールがあり、一定の場合にはレブロンや Entire Fairness の話になり、敵対的買収に対抗するような場合にはユノカルがあるというわけだが、レブロン義務が発動される前の段階は、ビジネスジャッジメントルールであって、内容について司法判断は入らず、取締役にはかなり広範な裁量がある。ところが、この指針原案の記載では、アメリカにおけるいわゆるレブロン義務が発動されるより前の段階で、対象会社の取締役会に対してかなり厳しいことを求めているように見える。買収提案が出たときに取締役会に上げなくて良いということのみを言っているわけではない。レブロン義務が発動されないような局面において、取締役会が必ず買収者と検討・交渉しなければならない、デュー・デリジェンスに対応しなければならないというような話に見えてしまわないかが懸念される。企業に対して常日頃から買収提案が出てきてそれに向かい合わざるを得ないという場合には、その企業は思い切った事業展開や事業成長のための投資の検討にどうしても時間が割けなくなり、どの買収提案を選ぶかということに時間を割かれてしまう。(指針原案の趣旨はそういうことではないと思うが) この行動指針の部分をそのまま見て、対象会社の取締役会が会社を売却することを決めていないにもかかわらず、常日頃から買収提案が出てきたら交渉しなければならないというふうに読まれてしまうと、大変な負担になる。対象会社が日々そういうことに振り回されるようになってしまふことが日本の経済のために本当に良いのかというのは慎重に考えるべき。私はメリハリをつけるべきと考えており、アメリカでいうレブロン義務のような状態になった場合には、会社は株主の利益のために交渉しなければならないと思うが、そうなる前の段階において、提案が出てきたら常にそれに引きずり回されて交渉しなければならない、ないしはデュー・デリジェンスに対応しなければならないというように読まれてしまわないようにする必要がある。

また、10 ページでは3つ目の段落などで、取締役会が「真摯な買収提案でない」と判断する合理的な理由がない限り」と書かれていて、取締役会が立証責任を課されているように読めるが、そこまで書く必要があるのか疑問だ。真摯な買収提案であることは買収を提案した人が責任を持って説明するべきであって、買収提案を受けた取締役会が、真摯性について否定できる理由がない限りは、真摯な買収提案として扱わなければいけないというのは厳しすぎる気がする。むしろ客観的に見て真摯な買収提案かどうかの方が大事であって、立

証責任を取締役に課すような書きぶりはやめた方がよい。

1 1 ページの「買収の実行に向けて行動することを決定している局面」というところで定義いただいている。1 つ目は良いと思うが、2 つ目の「対象会社に対して支配権の異動を伴う買収がされようとしている場合」が「買収の実行に向けて行動することを決定している局面」に当たるかと言われると、それは当たらないと思う。ここもメリハリをつけることが大事。メリハリをつけずに広範な記載をすれば、この指針は非実務的なものとして無視されることになるが、メリハリをつけることによって遵守される指針になる。ここで「支配権の異動を伴う買収提案がなされたら、行動することは決定事項だ」と書いてしまうのは言い過ぎだと感じた。

1 2 ページ。現金対価による全部買収であって、かつ二段階目で同額のエグジットの機会が保障されている場合は問題ないことを書いた方がよい。実際に、上限なしで公開買付けをかけて上場廃止になったけれどもスクイーズアウトが行われなかった事例もある。上場されない状態で多くの株主が株式を売買できないまま放置されている会社はある。そういう買収には強圧性があるところ、上限がなければ強圧性の問題が小さいと言い切ってしまうのは疑問だ。二段階目で同額のエグジットの機会が保障されているかどうかは重要なポイント。

1 4 ページにおいて「買収価格や買収時期等について幅があったとしても」と記載があるが、「幅があったとしても」という文言をわざわざ指針に書く必要があるのかは再度検討いただきたい。私を買収者であれば、時価総額 2000 円の会社に対して 1800 円から 4000 円の提案をして、魅力のある提案である可能性を残しつつ、将来都合が悪くなればいつでも walk away できるようにしておくと思う。このように色々なかたちで濫用されるリスクがあるので、あえて「幅があったとしても」というような表現は加えずに、常識的・合理的に判断するようにしておけば良いと思う。

1 6 ページの「3.2.1.3 買収提案に関する検討・交渉」から「3.2.1.4 秘密保持契約」、
「3.2.1.5 デュー・デリジェンス」にかけては、先ほど申し上げたこととも関係するが、会社を on sale にするということを決定していない段階でこういうことをやらなければならないかのような記載に読める。取締役会が計画・戦略に多くの時間を使い、相当タイトなスケジュール感で運営している中で、あまり買収提案への対応の負担を大きくし過ぎない方がよいのではないかと思う。先ほど申し上げた通り、経営判断の原則が適用される場面であることをよく意識したほうがよいと思う。

19ページの脚注24で「独立性の高い特別委員会が関与することは、株主意思の確認に代替するものとはならない」ことを、わざわざここで言う必要があるのかという気はした。確かに特別委員会はやや経営陣サイドを向いていて、株主意思という観点から十分でないことが多いのは事実だが、一方で、いつも株主総会を開くことが効率的かと言われるとそうではない。将来的には、特別委員会が株主意思に代替する判断ができるようになることが望ましいわけで、この指針でここまで決めつけることはないのではないかと思う。

25ページの「b) 買収提案の検討中で報道がなされた場合の開示」というところで、「情報の真偽等の事実関係について開示をすることが望ましい」と書くことが本当に良いのかは悩ましい。もしこういうルールになれば、買収を成功させたいと思う人は意図的にリークすると思う。そして、それをこうした開示で事実上認めさせて on play の状態に持って行くということが、戦略的に行われると思う。ノーコメントという対応が認められている国がある中で、日本では意図的なリークをすれば on play にすることができるという話になるので、この記載は相当注意された方が良い。守秘義務を負っていても、実際は意図的なリークはいくらでもされる。

35ページ。強圧性については二段階目の同額でのスクイズアウトがきちんとあるかは大事なポイントで、そこが明確に書かれていないので注意されたい。

【太田委員】 指針原案はコンパクトに練られている。細かいところを中心にコメントしたいと思う。石綿委員がコメントされた部分については石綿委員の意見に賛成だ。

それ以外の部分であるが、6ページの第1原則において「一般株主」という文言をどうするかについては、企業価値研究会の最初の防衛指針以来「株主共同の利益」という文言がずっと使われてきており、判例でも用いられていて、それなりに内容が固まっているものなので、ここは「一般株主」と言うよりも「株主共同の利益」が良いと思う。しかし、その後の「OR」になっている部分は非常に悩ましく、藤田委員がおっしゃるように判例で使っているものをあえて変える必要はないというご意見もよく分かるし、別所委員がおっしゃるようにずっと頭に入ることからすると前者の方が良いというのも分かるので、難しいところだ。感覚としては、一般の人にとって理解しやすい方が良いので前段の方が良いのかなと思うがここは判断に迷うところだ。

今回の原則で重要だと思っているのは、第3原則が明確に打ち出されたことだ。日本は米国と比べると、情報開示に関するエンフォースメントがかなり弱い。米国だと SEC は

TOB の差止訴訟をどんどん起こすし、情報開示に不備があれば株主から 10b-5 に基づく証券訴訟があることもあり、情報開示についてのエンフォースメントがかなり強い。日本はそこが弱いので、そうであるからこそ、むしろ、買収者と対象会社の双方が積極的に情報を開示することが求められるのではないかと思っている。「株主の判断のために必要な情報が、買収者と対象会社から適切に提供されるべきである」と書いてあるが、「株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から積極的かつ適切に提供されるべき」というように、もう少し踏み込んで強めに書かないと、情報開示についてのエンフォースメントが弱い日本では、株主のインフォームド・コンセントがないままに買収が進まないし頓挫するということになりかねない。

18 ページ。特別委員会が有用だという部分で1番下の矢羽根の「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」という部分は分かるが、その上の矢羽根の「キャッシュ・アウトの提案であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合」というのは、下の矢羽根で買収に対抗しようとする場合が書かれているので、友好的な買収についてもこれが有用であると言っていると読める。しかし、キャッシュ・アウトの提案である場合、確かに買取請求における買取価格のフェアネスの関係で特別委員会があった方が良い場合もあるというのは理解できるが、JCOM 事件からすると、アームズレングス・ベースでなされた買取提案の価格だと認められれば、その後の最終的なスクイーズアウトの価格がその価格と同額である限りは、それが公正な価格と推定されるというのが今の判例の考え方だと思うので、友好的な買収であるにもかかわらず、特別委員会の設置が有用と書いてあるのには違和感がある。特別委員会は保身や利害相反がある場合は必要だが、何でもかんでも設置が必要というわけではないと思う。特別委員会は、M&A に精通した経験ある人が委員として入っていないと、うまく機能しない場合があり、利益相反の問題がない場合にまで設置を推奨するのは、必ずしも適切でないように思う。

24 ページの脚注34で UBO について触れられているが、法制化は確かに一段ランクが上がる話だ。義務的 UBO の開示制度は FATF との関係から言っても我が国でも早急に導入すべきだと思うが、それをさて措くとしても、日本の場合、実質株主の判明調査に関する制度が存在しないこともあり、実質株主の後ろに誰がいるのかということもよく分からないことは多々あるわけで、買収した後の経営方針を考える上でも、本当の意思決定の主体が誰なのかというのが非常に重要な話だと思っている。そういう意味では、買収提案をす

る者が「あなたの UBO は誰ですか」という質問を受けた場合は、誠実かつ積極的に回答することが望ましいということを示唆していただきたいと思います。これは経済安保の観点からも重要だ。中国から外に流出した資金がシンガポールその他では資金源となって日本に投資資金として流れ込んでくる状況があるので、本当の UBO（LP ではなく、本当の意思決定の主体）が誰なのかというのは今後さらに重要になってくると思う。「あなたの実質株主は誰ですか」という問いに対して実質株主は誰かを答えたとしても、それだけでは十分ではないので、UBO（本当の意思決定の主体）についても、買収しようとしている以上は、誠実に回答すべきという趣旨は記載した方が良い。

40 ページの中段の＜帰結＞の部分について。「上記の根拠からすれば、急速に買付けた部分の議決権のみを除外することが適当であり、それ以外の議決権については、議決権を否定すべきではないと考えられる」との記載があるが、ここまで踏み込む必要があるのかよく分からない。また、脚注 67 で東京機械製作所の件に触れているが、この事件の東京高裁決定はそんなことまで踏み込んで述べておらず、本当にこういうふうに解釈できるのかは疑問だ。東京機械製作所の件は、最終的に 40% くらいまで到達したのは 8 月末だが、買い集め自体は 4 月 17 日から開始されており、これが急速だと言えるのか議論があるところだ。ある意味で、最近ウルフパックがはやっている要因の 1 つは、東京機械製作所で MOM 決議が認められたことにあると思っている。分散して買い集めると共同協調関係の疎明が難しいだろうから MOM 決議が使えなくなるのではないかと、ますますウルフパックが増えている。こういう記載を取って入れると、たちごとになって別のやり方が出てくるのが懸念される。ドイツやスイスには大量保有報告規制について違反があった場合には議決権停止制度があるが、その議決権停止の範囲は違反者が持っている株式全体に及ぶことになっている。他方、フランスは議決権停止の対象が違反している部分だけとなっている。このように、どこまでの範囲で議決権が停止されるかについても EU 諸国でもばらつきがある。少なくとも、この記載については判例で言っていないことなので、ここまで入り込んで書くことが正しいのか、どこまで意義があるのか疑問であり、第 2 文の記載は削除すべきと思う。

41 ページの脚注 69 について。法令違反に対する解決として MOM 決議を使うより、本来的にはエンフォースメントの強化で解決することが期待されるという記載について、趣旨は分かるが、「私的な措置に委ねることは望ましくなく」とまで書くと価値判断が入るので、「私的な措置に委ねることは本来の在り方ではなく」くらいの記載にしていただ

きたいと思う。

44ページの脚注76は、「市場内買付けをしようとする買収者に対し」と書いてある矢羽根についてのものだが、脚注76は（市場内買付けではなく）全部買収の提案に関する内容になっており、間違っていると思われる。削除した方が良い。

46ページの「強圧性の問題が排除された『オール・オア・ナッシング』の公開買付けを用いる場合には、対抗措置の発動の余地を排し、株主が公開買付けに応じるか否かの意思決定に委ねるべきである」という記載について。脚注82にあるとおり、2008年の報告書には、「原則として、買収の是非に関する株主の意思は、株主が買収提案に応じるか否かの意思決定、あるいは、株主総会における取締役の選解任についての株主による選択を通じて表明されることが想定されている」と書いてあり、要は、公開買付けに応じるか否か、又は、対抗措置（ポイズンピル）が出てきた場合にポイズンピルを消却するかどうかについての株主総会でのプロキシファイトを通じた判断のどちらかで表明されることを想定していたはずだ。アメリカでは TOB 期間が無制限に延長されることになっているが故に、対象会社が価格が安すぎる等と言ってポイズンピルで対抗すると、最後は株主総会において、対抗の是非を巡って取締役の選解任のプロキシファイトで決着がつくことになるというのが実務だが、それと比較すると、指針原案の、オール・オア・ナッシングの公開買付けの提案であれば、公開買付けに応じるか否かの意思決定に委ねるべきという内容は少し言い過ぎ。少なくとも2008年の報告書から一歩進んでここまで踏み込むことについてコンセンサスは無いと思うので、記載を変えるのであれば御議論いただきたい。

47ページの「第二新株予約権」について。機関投資家の中には、ここまで丁寧に書いてあっても、2008年の報告書に引っ張られて、脚注87に出てくるようなクリーンアップ条項のようなものが入っている、金銭を交付すると書いてあるという一点だけを捉えて反対する投資家も存在するのが残念ながら実情である。2008年の報告書で金員の交付が駄目だと明記されたのは、当時のブルドックソース事件の判例を契機にした、金員交付はグリーンメールを助長するという批判があったから、という歴史的経緯があるので、第二新株予約権のかたちであればグリーンメイリングを助長するという問題もなく、たとえクリーンアップ条項が入っていたとしても2008年の報告書で駄目だとされた金員の交付には当たらないということを明記していただくと良い。

【田中委員】 短期間で指針原案をまとめていただき感謝したい。私がこれまで発言した点についてはだいぶ取り入れられているので、ことさら反対するような部分はないが、本日議論になった部分を中心にコメントしたい。

第1原則について。6ページの「企業価値」と「株主利益」についてだが、今日の議論を聞いていると、選択肢はORで結ばれているこの2つではなく、2×2の選択肢があると思っている。つまり、企業価値と株主利益を「及び」で結ぶか「ひいては」で結ぶかということと、「一般株主」にするか「株主共同の利益」にするかで、4つの選択肢があると思っている。その上で、「ひいては」か「及び」かについては、原理的な次元で言うと「及び」であると思っている。10ページにも書いてあるように、企業価値を向上させる買収と、売り手である株主の利益を向上させる買収は、異なる可能性があり、これは買い手が買収後の企業価値や自分の能力について過剰評価している場合に生じる。「ひいては」というのは判例のフレーズだが違和感があり、原理的には「及び」で結ぶのが良いのではないかと考えている。その上で、「一般株主」か「株主共同の利益」かについては、原理的には「株主共同の利益」だと思う。他方、「一般株主」もメルクマールとして有用なので、どちらでも良いのではないかと考えている。あくまで保護されるべきは株主としての利益であって、株主以外の（立場で）利益を受ける人がいるとは思いますが、株主利益を考えると、「株主として享受しない利益」はカウントされないという考え方だと思う。例えば、ある株主がM&Aにおいて買い手である場合、対象会社の取締役はその株主の買い手としての利益は考慮すべきではないわけで、あくまで株主としての利益を保護することを考えるべき。持ち合いも同様で、持ち合い株主は株主としての利益を持っているだけでなく、取引先としての利益を持っていると思うが、買収において取締役が考えるべきことは、株主としての利益を向上させることだということになる。したがって全ての株主が株主として共同に持っている利益というのが「株主共同の利益」で、これを向上させることが良いのだと思う。その上で「一般株主の利益」というのは間違いかというところも言えず、一般株主にとっても利益になるなら、「株主共同の利益」も図られているため、「一般株主の利益」というのはメルクマールになる。一般株主は株主としての利益しか持っていないはずなので、「株主共同の利益」が図られているときは「一般株主の利益」も図られているということになるわけだ。また、一般株主でない人の利益は図られていないけれども他の人の利益、例えばM&Aの買い主としての利益は図られているというよう

なもの「株主共同の利益」を図っていることにはならないから、望ましいと言えないということになる。そういう意味ではどちらでも良いと思う。ただ、こちらの方は判例もこの言葉を使っていること、公正 M&A 指針のように一般株主と買い手である支配株主や経営者、株主の利益が対立するということを今回は必ずしも考えているわけではないということを考えれば、「株主共同の利益」という言葉の方がなじむ。英語にすると「Common interests of shareholders」となり、そこまで変な感じはしないし、英語にした方がかえって分かるかもしれない。

買収提案を受けたときの取締役会の行動原理について。石綿委員がおっしゃるように、アメリカでもレブロン義務が発動する以前の段階では、提案に関してビジネスジャッジメントルールになるので、明らかに緩い基準になる。実際に、アメリカの企業に対して買収提案をしてもけんもほろろに断られることの方がむしろ普通だと思うので、現在の書き方だと少し厳格すぎるとも思われる。一方で、従来、株主の利益の観点だけでなく、社会的な経済効率性という観点からして、事業を売却した方が良いような場合でも抱え込んでしまうところが、日本経済の低収益性・低生産性の原因にもなっているという指摘がある中では、買収提案に関して真摯に向き合っていて欲しいというメッセージを入れることも重要だと思う。なので、本文の書きぶりを残したまま、脚注なり本文の中の留保で石綿委員がおっしゃった内容を入れる方が良いと感じている。取締役会は日頃から会社の事業をやっているかなければならないので、提案が来たら全てについて時間をかけて検討するとなると、それだけで本業に集中することが阻害されてしまうので、検討すべき事象の中には今言ったような本業の経営判断に差し障らないかということも当然入るだろうと思う。それも含めて、提案を検討すべきかについて考慮すべき事情がたくさんあって、そういったことについて取締役会は裁量を持っているということをごくかき書くことで、ある程度懸念は払拭できるのではないかと。

買収への対応方針について。防衛策という言葉を使うことで誤解されてきた経緯があるので、「買収への対応方針」としたフレーズは良いと思う。その上で太田委員や石綿委員が言われた懸念点もごもっともだと思うところもある。2005年の指針だと、そもそも防衛策とはなんぞや、ポイズンピルは日本でできるのかということから分らなかったのも、企業価値研究会やそれを受けた買収防衛指針等は、ある種啓蒙的・啓発的にこういうこともあって良いのだということを言いながら、他方で濫用を押さえることも必要だとして、

全く日本の実務で知られていないことについて、ある種実務をリードするという側面があった。他方、現在は買収防衛に関する裁判例が蓄積してきており、いろいろな方向から議論が出されるようになっており、議論の余地があるところについて研究会で話し合って一定の指針を出しても、そもそも裁判所がそれを採用するか分からない中では、以前に比べて慎重な対応にならざるを得ないという現状もある。そういう意味では controversial な部分にあまり踏み込まない方が良いとの印象を受けている。どちらかという大きな方向性を示せば良く、法律家的な細かい部分については既存の裁判例で認められていること（少なくともここまでは認められていて、ここからは認められていないということ）を情報提供的に書くにとどめた方が良いと感じた。その上で、買収への対応方針について私の考えを述べておくと、パブリックコンサルテーションについても感じたことだが、裁判例は特殊性のある事例が裁判になっているわけで、例えば対抗措置が実際に発動されて新株予約権が出てくるというのはアメリカではほぼないが、日本では、買収者が市場買付で買い上がっていった、対象会社が防衛策を導入した後もさらに買い上がるという事件が起きており、そういう経緯で発動まで至ってしまっている。裁判例はこうした少し特殊な事例に引っ張られているのではないかという気がしている。例えばアメリカ等で一般的な、オール・オア・ナッシングで、現金対価で、全部公開買付けが行われるというケースだと、株主が買収に賛成している場合であれば、今の法制度だと対抗措置の発動は基本的に株主総会決議が必要なので、株主総会決議でも対抗措置発動には賛成しないということになるであろうから買収はそのまま進んでいくことになる。日本では、株主総会の決議が必要とされる仕組みになっていることで、本当に株主が賛成しているような買収提案は妨げられない設計になっているということをもう少しはっきり言った方が良いと思う。そういうケースは対抗措置が株主総会で承認される見込みがないので最初から発議されず、したがって紛争にならないという構造になっているわけだ。さらに言えば、取締役会が反対しても勝ち目がないので取締役会としても提案を受け入れるという形になるので、そうした事案は裁判に出てきておらず、特殊性のあるものだけが裁判例に出てきているので、日本法のあり方が特殊に見えてしまう。あまり世間の見方に強く反論するようなことを言うとかげ足をとられるかもしれないので、今言ったようなことを全部指針に書くことは難しいのかもしれないが、ノーマルな状況においては株主の判断の下に買収の是非が判断されるような構造になっていることを、もっと言っても良いと思った。

最後、具体的なところをコメントしたい。先ほど太田委員が指摘した、対抗措置の相当性を判断する際の損害の回避可能性というところだ。私の理解では、ほとんどの場合公開買付けが撤回されれば発動しないという条件で新株予約権無償割当ての決議が行われて、そこで買収者が株主総会の場で対抗措置の発動に反対して株主総会で争い、同時に裁判でも争うという場面で、この両方で負ければ公開買付けは撤回するという形になり、実際は新株予約権無償割当ても発動しないし、買収者が損失を被ることも無い。これがむしろノーマルな状況で、この状況では現在の対抗措置の設計で買収者の損害回避可能性は確保されていることをまず書いた方が良い。日本の場合にそこから先が複雑になるのは、市場内買付けによって買収しようとするケースがあって、それに対して対抗措置を発動する場合がある。日本の法制度上アメリカのようにポイズンピルの消却を求めるかたちで争う手段が買収者側にないので、一度閾値を超えて株式を取得して対抗措置を発動させておいて裁判で争うという手段しかないというところがある。ここは日本法の足りないところだと思うが、その場合、そこでも損害回避可能性を確保するために、第二新株予約権方式のようなものを作らなければならないという話になってくる。市場内買付けによる買収の試みがあり、それに対して裁判で争おうとすると、発動させてから争うしかないということがそういう問題と呼んでいるので、特殊な部分があり、そういう位置づけにすれば良いと思う。ノーマルな状況では公開買付けを撤回することによって発動を避けられるので、損害回避可能性はかなり対応できているのだということを書くと、無用に批判されることを回避できるのではないかと思う。

【井上委員】 これまでの紛糾した議論をよく指針原案にまとめていると感じた。ファイナンス学者としての視点から5点コメントする。

1点目は、第1原則について。これはファイナンス学者の中では2005年の指針のときから人気無く、分かりにくい印象がある。株主共同の利益は発展した概念という話もあったが、曖昧にされているようにも感じる。先ほど田中委員、藤田委員がおっしゃっていたように「企業価値及び株主共同の利益」となると、「企業価値」と「株主共同の利益」が別のものであるような印象がある。パブリックコンサルテーションでも議論になっているところだが、辞書を引くと「ひいては」は、何かベースがあって、そこから発展してという意味なので、私は「すなわち」というのがストレートな表現だと思う。もっと言うと、「株主共同の利益すなわち企業価値」でも良いのではないかと考えている。これは重要な

部分で、指針を読んでいると、「企業価値」だけ出てくる場合と、「企業価値ひいては株主共同の利益」と出てくる場合があり、表現としてバラバラになってしまっている。典型的な例で言うと、37 ページでは「企業価値ひいては株主共同の利益を明白に侵害するおそれがある」「従業員や取引先などステークホルダーとの関係を損ねることで企業価値を毀損するおそれが高い」とあり、あたかも「企業価値」というのは「株主共同の利益」と区別があるように見える。私は、この点、2005 年から思い続けているのだが、「企業価値すなわち株主共同の利益」として、より明確化すべきではないか。第 1 原則がストレートな形で「企業価値すなわち株主共同の利益」と明記されていれば、「企業価値」という言葉が出てくるたびに注釈をつける必要を感じない。

「一般株主」か「株主共同の利益」かという点については、指針に部分買付けが入っていて、部分買付けは明らかに買収者、対象会社の取締役会と一般株主の利益が相反する可能性があるので、初めは「一般株主」の方が良いと思っていたが、皆さんの意見を聞いて、むしろ部分買収の方で傘をかけるべきではないかと思ったので、そちらで対応してはどうかと思う。なので、まずは「企業価値」と「株主共同の利益」がバラバラな概念というふうに捉えられないようにしていただきたい。ここが崩れてしまうと、授業でファイナンスについて教えている場面で株主利益と企業価値を別に教えなければならなくなってしまう。効率的な市場においては基本的に両者は均衡状態において一致しているというのが大前提だ。

2 点目。5 ページの「取引条件」について。重要な取引条件として、価格に加え、取得比率と対価もある。海外での買収では特に、株式と現金の混合対価で、その比率が大きな問題になっているケースも多い。株式対価と買付比率についてしっかり明記していくべきだ。

また、非常に気になるのが、部分買収についてだ。12 ページに「現金対価による全部買収（最終的に 100%の株式を取得することに買収者がコミットしている買収）の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益（支配権プレミアムも含む）を得る最後の機会となるため、一般株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる」と書いてあるが、私はむしろ本質的に強圧性が発生しやすい部分買収の方が価格面での取引条件の適正さが問題になると考えている。企業価値が事後的に高まると皆が思っている部分買収であれば、フリーライドして残った方が良いということになるので株主が買収に応じず、結果としてその価格で買収は成立しないというのが、経済合理性に基づく投

資家行動の予測だ。これとは逆に、部分買収が成立するとき、特に支配株主が生じることで企業価値に対し皆が懸念を持っており、部分買収が成立した際に大きく株価が下がるようなケースほど、公開買付けで売ろうとしても全ての保有株を売れない状況が起きる。そういう意味で、部分買収は基本的にナチュラルな強圧性が既にあるわけなので、部分買収についてポジティブな表現は抑えた方が良い。また、部分買収後のシナジーの享受については、日本でも世界でも、平均して買収企業に対して対象企業の企業価値はおよそ10%程度なので、対象企業の株主がシナジーを享受するのはかなりダイリューションした部分でしか得られない。公正 M&A 指針で部分買収後の解決について手当をしている中で、また部分買収でそういうものを生み出すのは一貫性がなく、部分買収についての表現は抑制的にした方が良い。

3点目は、37ページの「1. 株主意思の尊重」について。「株式の売却の意思決定とは別に設けること」に意味があると記載がある。強圧性が高いときには株式の売却の意思決定が歪むので、そうしたケースもあるのだが、そうでないケースで株式の売却の意思決定とは別に株主意思を諮る機会というのはそこまで必要ではないのではないかと考えている。理由は、TOB を使っている以上は、非常に強い強圧性や情報の非対称性が無い限りは、TOB そのものが、その時点で株式を持っている人の合理的な意思決定になっているので、既に売却した株主も基準日の関係で含まれている株主総会よりは、その時点での公開買付けというものが第一義的には株主の合理的な意思表示と考えられる。したがって、株主意思の尊重の記述においては、強圧性のない公開買付けでは、株主の意思表示は公開買付けへの応募の有無においてなされるということが前提であることを記載し、強調すべきであり、その前提の上で著しい強圧性の懸念のあるケースにおいてのみ株式の売却の意思決定に先立ち、別に設けることの選択肢を記載すべきと考える。

4点目は、31ページ。機関投資家が買収防衛策についてその内容等を踏まえた上で判断するというのは、費用対効果からして無理筋だ。機関投資家にとって、投資上の重要性の低い企業まで導入しても良いかを1件1件見ることは到底不可能だ。議決権行使助言会社はそれが専門だから良いとしても、機関投資家に対して1件ごとに対話してやりなさいというのは、費用対効果を無視した話だと思うので、「費用対効果を考慮の上」という文言を入れた方が良く思う。

5点目は、この指針は、日本企業経営者のエン trenchment に繋がるようなものであってはならないということ。

最後に繰り返しになるが、「企業価値」と「株主共同の利益」又は「一般株主利益」が異なるということを想起させる表現は、大きな裁量余地を企業経営者に与え、恣意的に使用される可能性が高まるので、抑制的にすべきであるというのが一番大きなポイントだ。

【大塚委員】研究会への参加は本日からとなるが、普段から産業組織課とは意見交換する機会もあるので、既に指針に反映されている部分もいくつかあるかと思う。本日は実務家として感じるところを発言したい。

個人的には第2章、第3章に興味があるが、一部の方が懸念されている通り、日本にはディスラプター的な方が買収する事案が起きている。これは、日本のマーケットの特性だが、小さな時価総額の会社が多いので、そういう投資がやりやすい面がある。海外では千億円単位の時価総額の会社を中心なので、ディスラプター的な買収者も、バイアウトをして、事業を切り売りしたり従業員を首を切ってリターンをとるということに、必要金額が大きくてリスクはとれない。こうした日本の特性（時価総額が小さい上場会社が多い）を意識する必要があるが、他方でディスラプターの方を過度に捉えすぎてしまうのも良くない。日本の会社の多くがなぜうまくいっていないかということ、構造上2つ理由があると思っている。1つ目は経営者の産業構造上の予見力が低すぎて、誰が経営しても駄目なくらいすでに痛んでいる会社があること。2つ目はそこまでいっていないものの、今なら経営者の予見力を高めて対応すれば、その潜在力を生かせる会社が結構相応にあることだ。こうした会社を M&A で動かす必要は非常に高い。ただ得てしてこういう会社ほど自分たちはうまく経営していると思っているケースが多く、市場の解釈と大きなギャップがあるということがある。我々のようなプライベートエクイティファンドは機関投資家との約束で敵対的買収はできない。上場会社との関係においては、非公開化して投資をする。なぜ非公開化するかというと、10年後の環境変化などを見据えて、この2、3年でやるべきことをやるため。構造改革をしていく上で、どうしても四半期ごとの決算や配当、株価はノイズになることが多いので、この10年のロードマップを信じる者だけで株主を構成して、第三者の方には過度なリスクを取らせないというのが原点にあるからだ。今まで我々が30数社に日本で投資してきた中で、非公開化案件は10社以上ある。こうした会社が動いた大きな理由として、大株主がいたことが大きい。大株主が売る意思があって、対象会社側の取締役会も大株主の意向を反映して変革のために動いたところが多い。こうした10数社の非公開化案件とは別に、我々が上場会社に提案した数はその10倍以上あると

思うが、大株主がいない場合、ほとんどのケースでは我々の提案が経営陣のところで留まっていて、ボードメンバーは提案があったという事実すらも知らないケースが多かったと思われる。このような日本企業の現状を考えると、経営陣がきちんと取締役会と議論する慣習を作らないといけな。また我々が、上場企業にもっと具体的な戦略などの議論をしたくても、日本の上場会社のディスクロージャーレベルは低い。例えば我々が日本の上場会社の米国事業の成長戦略はもっとこうするべきだと思っても、内容がよく分からないので、どういう付加価値提供ができるかは具体的な議論がしづらい。他方、そうした企業が米国でジョイントベンチャーで米国の上場会社と組んでる場合、そちらの企業から New York Stock Exchange のファイリングに現契約がディスクローズされていたりする。重要かつファクトに基づく情報は、日ごろから全株主（パブリック）に知らしめるという意味で、日本の上場会社の事業上の重要情報の開示のレベルを上げるべきだと常に思う。

次に、「真摯な買収提案」というのは分かりにくく、我々はよく「credible（信用力のあ）る）」な買収提案という言葉を使う。この「信用力」ということの、クライテリアは3つだと思っていて、①具体的な条件が記載されていること、②資力があること、③買収者のトラックレコード、つまり案件を最後まで遂行できる力及び企業価値向上策を作れた経験があるということだ。この3つがあれば、credible な提案なので、こういう提案は取締役会に上げるべきだと思う。ただし、石綿委員が指摘していたように、こういう提案がしょっちゅうあると、日常の経営を行う時間がなくなるので、ターン・ダウンすべきものはすぐにターン・ダウンすべきだと思っている。例えば、TOBの上限キャップ（買付条件）付き提案だとか、対価がキャッシュでなく株式だとか、フェアバリューから明らかにかけ離れているというものはターン・ダウンすれば良いと思う。逆にターン・ダウンできないような提案に対して、全部取締役会に上げるというのが原則だ。取締役会に上げれば、会社の現在株価が500円なのに1000円の買収提案が来たという場合には、何故このような乖離が生じるのか（時価と買収提案価格のギャップ）という議論がその会社の取締役会（社外を中心に）で始まるはず。この議論を起こすということが日本の会社には非常に重要で、社外取締役であってもあるべき企業価値、その上げ方が分かっていない方もいるので、取締役会がこのようなこと（あるべき企業価値）に高い意識をもつきっかけになる。

10ページ、真摯な提案についての記述の中で「属性」という言葉があるが、かなり主観

が入る言葉なので、「属性」という言葉は外して、先ほど述べた credible な提案の3つのクライテリアを明確に関連付けした方が良いと思う。

また、部分買付けについては、一般株主は、マジョリティを買収した買収者の方針に、買収後も付き合わされるわけだが、応募比率が上限を超える場合に、保有株式の一部は売ることができないという問題が起こる。このため、個人的には上限付きの TOB については廃止すべきという論者であり、全株買付けをするべき閾値を2/3から51%超まで下げるとか、あるいは部分買付けの前提であっても応募が上限を超えた場合には全部取得するとか、そういうことがないと、一般株主が付き合わされてしまう。TOB 規制の改正は必要だと思う。

ボードでフェアな議論ができるかできないかという点については、社外取締役の構成がマジョリティのボードと、1/3しかいないボードでは分けてルールを作る方がベターである。そこに差のあるルールを作ると、自律的にボードの社外取締役を過半数にしようという会社が増えるのではないか。

12ページの3段落目に「競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める」とあって、これはマストなのか推奨なのか分かりにくいですが、オークションが価格妥当性の全ての解決ではなく、取締役会におけるデュープロセスによる検証をきちんとやることが重要。オークションはM&A成約の確率を下げる側面がある場合がある。買収者として競争があるなら買収に向けたリソースを割いても仕方がないと判断すればオークションから降りてしまうことがある。その結果、あるべき買収が起こらないこともある。価格の妥当性は、オークションが全てに感じられるようにしない方がいい。M&A成立のフィージビリティと価格追求のオークションは、シーソー的な相関になりえることも考慮して、書きぶりを変えた方が良い。仮に対抗買収提案が出るのが予見される場合は、取締役会が買収者に要求することもありえる。現在の非公開化の案件ではほとんどが30営業日というのがプラクティスになっているが、30営業日で他の買収者が対抗ビットを出すのは実務的には不可能なので、取締役会や特別委員会が対抗ビットが出される可能性を感じるのであれば、交渉の一環でTOB期間を長めにとってもらおうよう求めていくのもあり得る話だ。

6ページの第1原則については、使い分けが必要だと思っている。部分買付けのときには前段の方が良いと感じるが、「持続的な企業価値を向上」とした方がしっくりする。また「させるか及び」ではなく「and」で、「持続的な企業価値を向上させ、一般株主が享

受すべき利益が確保されるか」とし、前段としては部分買付けのときについて述べる。後段は100%キャッシュオフアワーについて、「企業価値ひいては株主共同の利益を確保」というのは分かりやすい。このように、買収の在り方で仕分けすると良いと思った。第3原則については、買収者についてもフェアなディスクロージャーをといるところだが、前提として、買収提案をすることでパブリックに開示をすると大変なことになるので、あくまでも取締役会に対して情報提供するということと、最終的な買収者のディスクロージャーというのはTOB買付の届出でしか書けないと思うので、そうした時間軸に沿った開示の想定がこの第3原則で意図していることと合っているのかが少し気になる。23ページの実質的支配者（UBO）について。ここで想定しているのが、ファンドに投資しているLP（投資家）のことまで想定しているとすると、かなりハードルが高い。他方、実質的な意思決定者の開示ということであれば問題ないと思う。

【三瓶委員】 指針原案をまとめていただき感謝する。これまでの議論をかなり反映した指針原案となっていると思う。

大事なものは、対象が経営支配権を取得する買収であるということと、企業価値向上を図る資本市場の機能促進という基準で望ましいか否かを判断するということだ。また、現状の法令のもとで可能な範囲で行動の在り方を分かりやすく整理していただいているという位置づけだと思う。

まず構成について。本指針と別紙の関係については両者が一体となって全体を成すという冒頭の事務局説明を聞いて納得したが、それについても指針に明記した方が分かりやすい。

1点目は、6ページの第1原則について。どちらかというと前者の方が良いと思う。理由は、「企業価値を向上」という言葉に繋がっているからだ。後段は「又は向上させる」となっており、「企業価値」と「向上」が遠いので、買収という行為が市場機能として価値があることだから促進するという話とずれるのではないかという点が気になる。また、MOM的な要素を考えると、「一般株主」という言葉の方が分かりやすいと感じている。「一般株主」と「株主共同の利益」については、先ほど田中委員が説明していただいた内容に私も賛同する。部分買収の場合もあるので、やはり「一般株主」を使った方が良いのではないと思う。井上委員の整理がすっきりしたが、文言をそこまで変えないとすれ

ば、市場でいわゆる純粋なリターンを期待して投資をするという基本的な行動を重視して、そこでしか享受できるものがない人というのが「一般株主」ということだと思う。他方で株主であることと同時に別の顔を持っていて、別の利益の享受の方法がある人たちがそちらを優先したときには、違う考え方になる。このときに「株主共同」という言い方が、世の中からははっきりしないと言われるので、「一般株主」という方が分かりやすいということだと思う。また第 3 原則との関係でいうと、一般株主に対して分かりやすく透明性を確保して情報提供をして欲しいということなので、より第 1 原則と第 3 原則の関係が明確になるのは前者だと思う。

2 点目は 14 ページの脚注 14。これは質問なのだが「影響を考慮した上で対応する」という記載があるが、どのような対処を想定しているのか分かりにくいと感じた。また、脚注 14 がついている本文について「取締役会に報告すべきである」という部分だが、先ほど別所委員が指摘したように、「可及的速やかに」という文言を加えることについては私も大賛成だ。

24 ページ脚注 34 の UBO の把握や開示について。こちらも質問だが、ここの脚注では「本指針の対象ではないけれども別途整理する必要がある」ということを示しているという認識であっているか。

25 ページの a) のところで、「個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのか」という記載があるが、これは株主総会で再任議案を判断するにあたり非常に重要なので、そういうニュアンスを込めていただきたい。できれば積極的に開示していただきたいが、開示がない場合だと、そういう事案に直面している企業の場合は、株主としては、個別にでも個々の社外取締役がどのように関与し、どのような意見を述べたのかは聞いた上で再任議案に臨みたいと思うので、そういうことを注記に書いていただいて意義を徹底して欲しいと思った。

また、先ほど別所委員から原則と例外を書き分けるというご意見があったが、その通りだと感じた。

あとは、複数の委員から発言があったレブロン義務に行く前の局面に関連する部分について、ご指摘はその通りだと思うが、本文を残しながら注記に記載するくらいの対応が良いと思った。

太田委員がおっしゃっていた、友好的な買収の場合にも特別委員会を作らなければいけないというのはやりすぎではないかという意見についてだが、友好的なというのはあくまで

も経営陣に対して友好的ということなので、友好的に行われること自体に大きな利益相反がある可能性もある。必ず独立委員会を作るべきかどうかは別として、社外取締役はそこをしっかりと見て欲しいと思う。友好的な買収は場合によっては隠れ蓑になっていると市場は感じているという点は前回も申し上げた通りだ。

【事務局（安藤産業組織課長）】ただいま三瓶委員からいただいた質問についてだが、まず、注14について。想定しているのは、買収者の競合他社の出身者が取締役会に入っている場合であり、その買収を潰した方が競合他社としては良いと思う可能性があるため、例えば情報管理に気をつける、場合によっては取締役会の議論から外れていただくという対応も必要になるかもしれないという趣旨で記載している。

また、注34については、ご認識の通り、今回の指針の対象ではないけれども、別途整理する必要があるという趣旨で記載した。ただ、「今後更に議論が深まることが期待される」と記載しているものの、実際にどのように整理していくかは政府内で相談を要するものの。

【児玉委員】今回示された指針原案は、これまでの錯綜した議論をよくとりまとめられていると感じた。事務局のご尽力に敬意を表したい。

6ページの第1原則について。私としては、後者の「企業価値ひいては株主共同の利益」に賛成だ。端的に「一般株主」と「株主共同の利益」と言ったときに何が違うかというと、買収者を含むか否かという点だと思っている。この場面で買収者自身も株主であるときに、買収者が入らないとすると違和感があるというのが私の考えだ。また、井上委員から「すなわち」という言葉を使ってはどうかという提案があったが、シェアホルダーキャピタリズムの時代であれば、「すなわち」という言い方もあったのだろうと思うが、5ページの注4にあるように、企業価値の定義についてはステークホルダーにも言及されており、私自身も企業価値というものはステークホルダーで考えているので、ステークホルダー資本主義の中では株主というのは1つのファクターと考えられていると理解している。そういう観点からは「企業価値ひいては株主共同の利益」に賛成だ。

14ページの3.2.1.1のビジネスジャッジメントルールが適用されるはずの場面のところで「すべきである」という書きぶりになっている。前回もお話したとおり、実務界ではビジネスジャッジメントルールの考え方が必ずしも普及していない。私は、取締役会が報告

を受けることについては良いと思っているのだが、報告を受けることによって、取締役会が過敏に反応することになるのだろうなという印象を受けている。ここでは、注意書きを使って、ビジネスジャッジメントルールで対応すれば良いという旨を言及していただければありがたい。

11ページ以降、以前からお話ししていた、社外取締役と特別委員会の関係や、社外取締役が過半数の場合に裁量権の幅を大きくしていただくというところを取り上げていただいた。とりわけ18ページは、「社外取締役が取締役会の過半数を占めるような会社においては、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さい」とまで踏み込んで言及していただいたことには感謝したい。

14ページ。「買収提案の内容を…」というところで、情報管理について言及されている。記載されている内容は正しいものの、これをとりわけ記載する意義がよく分からなかった。関係者にとっては、当たり前のことを念押しされているような印象だ。何より、こういった場面で提案をされた企業から情報漏洩されることは考えにくく、漏洩すれば別のところからの可能性が高い。ここでこういった記載をされると、いかにも企業側だけから漏洩するかのような印象を与えるため、違和感を覚えた。

23ページの実質株主について。これについては私は熱い思いがあって重ね重ね申し上げてきたところだが、今回の買収というテーマからすると、これぐらいの書きぶりになるということについて理解はしている。ここではこれぐらいの記載にとどめるが、金融庁で実施される研究会の場でメッセージとして発言してくださいという意味だと理解して、感謝を申し上げる。また関連して、注34において経済安保の観点を記載いただいたのは大変ありがたく思う。これから先の企業の立ち位置を考えると非常に重要な視点だと思う。

25ページ。石綿委員の指摘と同じ箇所、情報の真偽等の事実関係について「開示をすることが望ましい」という書き方をされているが、繰り返しの指摘となるが、指針にこう書くと実務的には開示せざるを得なくなるというふうを受け取られる。買収の提案を受けた企業がイニシアチブをとって情報を出すというのはまずない。あるとすれば、戦略的なリークというケースが非常に多いと思っており、ここで「望ましい」という書き方をするとネガティブな使われ方をするのではないかと思う。

28ページ、31ページ。防衛策という用語は使わないというところで、機関投資家の考え方・対応を変えていただかないと平時導入についてはなかなか変わらないという話を以前からさせていただいてきた。こういうファクトや考え方まで言及をいただいたことにつ

いて、感謝申し上げます。

【市川委員】私からは3点ほど申し上げます。

1点目。6ページの第1原則での「企業価値」と「株主共同の利益」について。2案あるうち、後者の表現についてはいろいろな意見が出ている。そういう意味では、企業価値の向上と株主利益の確保が並立されている前者の方が、どちらかと言えば望ましいと思う。「一般株主」と「株主共同の利益」のいずれが良いかについては、あまり区別して捉えていなかったが、強いこだわりはない。また、井上委員が指摘していたように、私も中長期的な観点からは企業価値と株主利益は同じものだと考えており、「企業価値すなわち株主共同の利益」という表現は良いと思う。仮に第1原則について後者の案をとるのであれば、そのような書きぶりにした方が良いと思う。

2点目。12ページ。株主にとっては全部買収と部分買収とでは、買収後の企業価値を検討の判断軸に含めるかどうかという点において違いがあり、明確化の観点からこのような記載がある方が好ましい。なお、このパラグラフだと、部分買収について注記でしか記載がされていないので、本文に記載する等、もう少し強調していただきたい。

3点目。23～24ページの実質株主に関する情報開示について。24ページの「また」から始まるパラグラフで、この項目の記載自体はあって良いと思うが、「対象会社が特定の者からの買収の可能性を認識」する際に、単に認識するという記載だと、対象会社の極めて主観的な認識も含まれてしまう可能性がある。したがって、「客観的な事実に基づき、対象会社が特定の者からの買収の可能性を認識し」というような書きぶりにするか、もしくは注釈で認識する場面を具体的に記載して、株主が対象会社からの実質株主に関する事実確認に応じる範囲を限定するような工夫があると良いと思う。

【小舘委員】私からは3、4点ほどコメントさせていただきたい。

まず細かい点だが、5ページの平時と有事の定義について。「現実化する前」と「現実化した段階」の「現実化」がどういうシチュエーションなのか明確でないと感じた。指針原案においては、平時に株主意思の確認を経て導入された対応方針であっても対抗措置の発動について株主意思の確認をとりましょうという方向と理解しており、平時導入と有事導入で大きく違いの出る点はありませんが、平時からこういうことをすべきだという記載は出てくるので、それがいつまでかは分かるように記載した方が良い。「現実

化」というのは対象会社側の行動の規律について時点を画するというのであれば、基本的には対象会社の認識が基準となると思っている。

第 1 原則について。法律家の観点からは、ブルドックソース事件の最高裁決定において用いられている用語なので、後者の案が良いと思う。「株主共同の利益」という用語は会社法でも（「株主の共同の利益」として）用いられている用語なので、意義の手掛かりはあると思っている。ただ、政策的な判断として、前者の案のように「企業価値」と「一般株主が享受すべき利益」を並列にするということで、これまでの指針から一歩進んで株主共同の利益ないしは株主価値によりフォーカスを当てるということであれば、前者でも良いと思う。ただ、用語としては「株主共同の利益」が良いと思っている。「一般株主」は、東証規則における「独立役員」の定義にも出てくる一般的な用語だが、指針原案では定義をしているので、第 1 原則という最も重要な原則の適用が限定的になってしまうおそれがある。結論としては後者で良く、また、「株主共同の利益」という用語が良いと思っているが、前者のように「企業価値」と「株主共同の利益」を並列にすることに意味があるとも思うので、大勢に従う。

10 ページ。1 番下のパラグラフで「買収者側の企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討」と記載がある。一般論としてその通りだと思うが、私は買収者を代理して買収案件を手がけることがあるので買収者の立場に立って申し上げると、対象会社の現経営陣と買収者側は情報の量や質に差があり、買収者側に現経営陣と同等の情報提供、特に定量的なものを求めることには無理があるケースがあると思っている。一方的な買収でデュー・デリジェンスができないケースが典型的な場合だと思うが、現経営陣の企業価値向上策と全く同じように比較をするのは難しいことがある。この点は、脚注 9 で拾っていただいているが、特に記載いただきたい。

11 ページ。3.1.2 の記載は、指針が出たときの実務的関心が高い箇所だと思っている。つまり、レブロン的な、より株主価値ないしは株主共同の利益を重視する必要がある局面とはどういうケースなのか。見出しにあるように「取締役会が買収の実行に向けて行動することを決定している場合」ということだが、その具体例としては 3 つ記載されている。1 つ目の「対象会社として積極的に買収提案を探している場合」は良いとして、3 つ目の「対象会社に対して支配権の異動を伴う買収がされようとしている場合」というのは買収の実行に向けて行動することは決定していないように思うので、再考いただきたい。また 2 つ目についても、「買収者からの法的拘束力のある提案に応じた場合」とあるが、応じ

るというのはどういうケースなのかというのが分かりにくいように思う。法的拘束力のある提案に対して取締役会として受諾、賛同して公表するという段階であれば当然「応じる」にあたると思うが、ここではその前段階の話をしていると思うので、具体的にどういうケースであれば12ページ以降に書いてあることを対象会社の取締役としてやらなければならないのか明確にした方がよい。特に一方的な買収提案として法的拘束力のある買収提案が出てくる場合もあり、その際に経営判断の原則による裁量のある対応が許容される場面は当然にあると思うので、そこと分ける基準については具体的に示した方がよい。

【江良委員】事務局にはここまで原案をまとめていただき感謝したい。

まず、6ページ第1原則について。皆様のご意見を聞いて悩ましいが、どちらもあり得るのではないかという印象を持った。記載の仕方についての考え方としては、1つ目の並列に見やすいように記載するアプローチが良い印象。一方で、「一般株主利益」とするのか、「株主共同の利益」とするのかは状況に応じて一般株主の方が適している場合もあるし、一方で「株主共同の利益」を英語にすると common interests of shareholders となり、分かりやすいという田中先生のご意見に私も賛同するところもある。今回の議論で、2択以外の提案もいくつかあったので、いくつかの選択肢を改めて並べて見てみてという気持ちもある。いずれにせよ、一般株主・株主共同の利益は重要であるので、そこが分かりやすい形で伝わるのが、パブリックコンサルテーションにあったような誤解を解消するという意味でも重要だと感じている。

12ページの部分買付けについては、強圧性の観点からも課題の多い部分であるので、十分記載すべきだというご指摘はその通りだと思う。脚注12に書き込んでいただいている内容を本文に入れていただくことで記載を充実させるというのも一案だと思う。

13、14ページの買収提案があった場合の取締役会の付議について。報告すべきであるという部分に「可及的速やかに」という文言を追記することについて賛同したい。取締役会へ速やかに報告した上で、執行が対応を検討していくことは、意思決定プロセスの透明性向上につながり、また、ビジネスジャッジメントを阻害したり、過度な負担になるものではないと思うので、非常に重要だと思う。

25ページについて、買収提案の検討において個別の取締役がどのような判断をしたか開示すべきという三瓶委員のご意見があったが、これは私も重要だと思う。一方で、あまりに詳細な開示を求める方向にしてしまうと、本質的な議論を阻害するリスクもあると思う

ので、このような開示が期待される状況やレベル感など、ある程度のニュアンスを含めることでバランスのとれた記載にすることが望ましいと思った。

全体について。投資家として、取締役会の構成や実効性を踏まえて、取締役会を信頼できると判断した場合は、取締役会を信頼して任せるとというのが、コーポレートガバナンスの根幹だと思っているので、そういった形で整理いただいているのは良いと思う。

最後に、本日は金融庁の方にもお越しいたいて、今後の議論についてご説明いただいたが、この点（公開買付制度の見直し）は複雑なテーマだとは思いますが非常に重要なテーマなので、ぜひご説明いただいた通り、ゼロベースでの議論を期待したい。一方で、この部分は当研究会の議論と非常に関連性が強い議論でもあり、またパブリックコンサルテーションにおいても期待や意見が多数寄せられてきた点でもあるので、今後の金融庁審議会等における自由闊達な議論を阻害しないということは大前提として、本指針を取りまとめる際にも、この点について何か触れることも一案としてあると感じた。

【三橋委員】 短期間で指針原案をまとめていただいたこと、また関連する動きとして金融庁からのご説明があったことについてまず感謝したい。江良委員からもコメントがあったように、機関投資家から見ると、本日ご説明いただいた金融庁の審議会は関連性が非常に高く、切っても切れない部分でもある。ほぼ同時に話が進んでいるが、こちらの研究会の指針の方が先に出ることなので、その後の詳細な議論については、金融庁の審議会にも期待をしている。

6 ページ第 1 原則について。私は後者の「株主共同の利益」という方が良いと思う。2005 年からの表現を踏襲しているという点が決定打だ。

次に、パブリックコンサルテーションについて。企業価値に対するコメントが多かったと感じている。これについては特に投資家サイドから、企業価値の判断に経営者の恣意性が働くので、濫用することは好ましくないという趣旨のコメントが多かった。その観点で、5～7 ページで企業価値の定義をし、ステークホルダーも含めたものであるとしたことで、株主だけを意識した表現ではないことが明確になり、パブリックコンサルテーションでの指摘も踏まえた記載としては良いと思った。また、本日の研究会にてアクティビストからの意見も多く、中には過激な内容のものもあってそのまま受け入れるのは難しいとい

うご意見もあったが、私の感覚としては表現は厳しいものの、PBR 1 倍割れ企業が多い現状で、企業価値をどう向上させるかという観点で市場参加者として同じ方向を向いていると思った。(アクティビストに限らず) 日本の機関投資家にもそのような意見を持った方が多いのではないかという前提で、パブリックコンサルテーションの意見を指針に反映させれば良いと思う。

また、16 ページに社外取締役の記載が入っている点は良い。この指針を受けて、特別委員会を作れば良いというふうに形式的に企業が対応するようになってしまう懸念があったが、社外取締役の方が独立した第三者の意見として反映させる姿が望ましいという、このような表現になったのは良かった。

28 ページ。平時の買収防衛策の在り方の記載がある。機関投資家が平時の買収防衛策に対しては経営陣の保身につながるから好ましくないと考えている趣旨を、ここで表現をしていただいた。ここは企業サイドに刺さるのではないかと思う。

31 ページ。機関投資家が全ての企業を見定めるのは不可能というご意見が井上委員からあったが、まさにそういう状況だ。しかし、可能な限り、ここに記載している通り、対象企業の状況や対話等をしっかり踏まえて判断すべきという考えに違和感はない。非常に細かい点で言うと、「議案に対する賛否を判断することが望ましい」という記載があるが、この「議案」が何を指しているのか不明瞭だと感じた。対応方針の導入の議案を指しているのだろうが、導入に関する議案がない場合もあり、議案がなければ取締役選任議案において賛否判断するケースが多い。「導入に対する賛否」などの方が良いかと思う。

【玉井委員】 大部な原案をまとめていただき感謝する。大きな観点から気づいた点を述べたい。

ガイドライン案の章立てを拝見すると、取締役と取締役会が買収提案を受けたことを踏まえてどのように行動するかという行動規範についてより踏み込んで整理しようというところが第3章にあって、その後に透明性の話として第4章、従前の買収防衛策の話として第5章とある。買収にかかわる関係者がどのように行動するのが望ましいかを示すというガイドラインの性質を考えれば、対象会社側のみではなく、買収者が買収しようとするときあるいは買収提案をしようとするときの望ましい行為の在り方についても併せて整理した方が良いのではないか。この点についての記載が各所にちりばめられているのかもしれないが、章立てを見るとその点がメインでは出ていないように思った。対象会社に対して、

情報の提供に加えて、一定の検討時間を確保させるように振る舞うというのがポイントとしてあると思う。具体的には、例えば、買収者が TOB をかけて、対象会社がある間にいわゆる有事の買収防衛策の導入という対応をした段階では、TOB の期間中に株主意思確認総会を開催できるよう、対象会社としては期間延長の要請をしようと思う。法定の期間を超えた延長要請に応じるか応じないかは買収者次第ではあるが、本来であればこれに応じただいて株主総会で意思の確認ができた後に TOB 期間が終了するという順序の方が望ましいことは明らかなので、そのような点については買主側の望ましい行動として、記述を補充していただければと思う。

3 ページに「日本において望ましい買収がより生じやすくするためにどうすれば良いのかという観点から、公正な在り方を示している」と記載がある。その通りだと思うが、この研究会で議論されてきた中で、先ほどディスラプター的な買収が出てきてしまうのは日本の独特の特徴だという話もあったが、市場買上がりやウルフパックといった買収の過程で問題があると考えられる事例が出てきていて、そういう事例についてどう対応していくことが考えられるかという部分も、本研究会でそれなりに議論されてきたので、そのあたりにも触れていただければと思う。

関連して、7 ページの「これらの買収が持つ機能が発揮され…」というパラグラフについて、買収者と株主と対象会社に分けて例を挙げて記載されており、買収者のところは、「本来享受すべきではない利益を買収を通じて得る」ことが問題だと書いてあり、確かにそういう趣旨もあるのかもしれないが、従来の買収防衛策との関係で言うと、企業価値を高める、良い買収を試みることによって買収者側が不測の損害を被る、あるいはその実施が不合理に阻まれるといった問題が生じないように、対象会社側の行動規範が求められるという観点を入れても良いと思う。

3.1.2 について、米国でのレブロン義務発動のケースとの比較において間口が広過ぎるとのご指摘の点については、それを踏まえ記載を調整いただければと思うが、この入り口の整理に加えて、後ろの方に「専ら価格面での取引条件が重要になるという面もある」という表現があり、この「専ら」というのも記載としていささか厳しいと感じたので、後半部分についても記載ぶりを調整したほうが良いと思う。

13 ページ。通常、TOB に対する対象会社の取締役会の意見としては、その取引に賛同するか否かということと、株主に応募することを推奨するか否かということの両方の観点から意見を言うが、この指針原案の中では特にこれらを区別せず丸めて「賛同」という言

い方になっている。これは公正 M&A 指針のときからそうであって、特にその点について細かく踏み込んで記載をしていないということは了解しているが、13 ページにある「仮にこのような努力を貫徹しても、なお、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い提案に賛同するのであれば」というフレーズを読むと、TOB には賛同するが推奨まではしないようなケースもこの表現のスコープには入ってくるようにも読める。TOB への「賛同」という記載があるところについて逐一その趣旨を掘り下げることが求めるわけではないが、実際の意見表明においてはそのようなより細かな違いがあることについて、どこかで一言言及しておくことを検討いただければと思う。

部分買収についてはこれまでもいろいろな議論があったが、例えば、12 ページの脚注 12 には「全部買収に変更するよう交渉することが考えられる」と書かれている。確かにそれも一案なのだが、現に部分買収のスキームによる取引というのは従前から世の中にたくさんあり、企業価値の向上に資する取引も存在していると思うので、考え方として部分買収の提案はすべからず全部買収にスキームを変えていかないといけないとか、あるいは全部買収に向けて交渉することが唯一の対応策であり、それをしないと取締役の対応としては不足があるというように捉えられることのないような書きぶりをしていただきたいと思います。

25 ページの「a) 買収が実施される段階での開示」について。充実した情報開示の延長として、個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したかを開示することも検討に値するという趣旨の記載があった。これが取締役会における意見形成の話を含むのだとすると、通常の公表事例では、意見は全会一致で形成されていると思うが、ここでは違った意見の取締役がいて議論が白熱したような場合に個別の意見を開示するという趣旨も含んでいるのかどうかは明らかではないように思う。議決に参加した取締役の全員一致で決議したということ自体が公正性担保措置の 1 つとして通常は開示書類に掲げられており、全員で議論した結果として統一した意見が形成されること自体が 1 つのポイントだと思う。基本的には、意見を個別開示することに重きを置くというよりは、まずは意見が一致するようにしっかりと議論を尽くす努力をすることが大前提で、それでも一致をみられなかった場合に開示をどうするか、という順番であることを明らかにして頂ければと思う。

最後に、第一原則について。従前から使われている「企業価値ひいては株主共同の利益」の「ひいては」という表現が言い得て妙だとは思いますが、明確さに欠けるところもあって、実際に「企業価値向上」と「株主共同の利益」というのは必ずしも同じではなく、両方が

満たされる場合もあれば、そうではない場合もあるわけなので、ここは並列して「及び」で結び、双方を求めることを明らかにした方が良いのではないかと考えている。

【武井委員】手短かに何点かコメントだけ申し上げたい。1点目が6ページについて。第1原則については様々な議論があるが、「一般株主」でなく、現状通りの「株主共同の利益」とする案の方が良いと思う。藤田委員が冒頭にご指摘されていた通りだと思うし、株主の中で特に一般株主についてだけ優遇的に取り扱うかのような誤解が生じるのもよくないし、一般株主の利益保護についてはその先の本文中ですでに随所で十分に書かれている。会社法の条文を含めてこれまで用語として使われているところから敢えて変えることの弊害・副作用のほうが懸念されるので、変えるべきではないと思う。

2点目が18、19ページについて。脚注24のところ、石綿委員も指摘していたが、「独立性の高い特別委員会が関与することは、株主意思の確認に代替するものとはならない」という部分は書きすぎであり、またこの記載は先ほども何回か指摘が出ていた本指針の機能・性格に照らしてもマストな記載事項でもないので、削除していただきたい。

3点目が24ページのUBOについて。脚注34に関係するが、友好的買収の時にUBOの把握をしていないということは考えにくいと思っている。UBOは、買収において、本当の意思決定権者が誰なのかという意味で重要なので、「友好的な買収においては把握していない事例もあるからそんなに重要な情報では無い」というのは書きすぎだと思うので削除したほうがよい。他方、やはりUBOについては、対象会社が買収者側にきちんと質問すべき情報だと思う。

4点目が31ページの脚注47について。「例えば、対抗措置の発動を…」という部分だが、その脚注がある矢羽根の1つ上の矢羽根で「対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること」と記載があることもあり、2つ目の矢羽根の発動要件の限定という例は、あくまで取締役会決議による対抗措置の発動という意味だと思うので、そこは明記していただきたい。また、同脚注で、「発動に関する判断を行う取締役会の構成について独立社外取締役が過半数である場合に限定することなども考えられる」という箇所について、「特別委員会の構成について独立社外取締役が過半数である場合」という記載も追記していただきたい。10ページで「特別委員会を設置している場合は特別委員会を含む」との記載があるところではあるが、独立社外取締役が過半数の会社でないとおおよそ買収対応方針による情報開示のインフラが存在し得ない、換言すると買収における透明性の確保

に関する情報の透明性がない状況であるというのは、違和感がある。取締役会の構成の独立性だけでなく、特別委員会の構成が過半数という場合も含めて書いていただきたい。

5点目が38ページの脚注59について。「当該事例は、買収者が対応方針の手続ルールに重要な点で違反した場合のものであり、買収者が手続ルールを遵守した場合に実質的発動事由に基づき対抗措置を発動することの適法性」云々の記載があるが、この脚注も削除を御願いたい。この記載を書くことで、裁判所があえて別の判断をしなくてはならないのではないかという予断を招くとなるとよくないし、また判例としてまだ出されていない部分についてこのように書くのは、先ほども何回か指摘が出ていた、本指針の機能・性格に照らして必須ではないと思うので、脚注59も削除していただきたい。

6点目が46ページについて。オール・オア・ナッシングの場合に TOB しか駄目というのは違和感がある。特に現状の制度インフラのままでは、情報の非対称性があって、買収者の情報を把握できていない場合が依然としてあるので、TOB によっているからといって全ての情報が開示されているとは限らない。「TOB に委ねるべき」というのは書きすぎだと思うので、表現の修正を御願いたい。

7点目が47ページについて。第二新株予約権方式でないとおよそ相当性がないかのような誤解が生じないような記載ぶりにしていただきたい。先ほど田中委員からもご指摘があったように、そもそも株主意思を経て TOB が撤回されることで買収者の損害が回避されるメカニズムになっているものがノーマルなので、その点をまず書くことを含めて、第二新株予約権の記載は誤解のない書き方としていただきたい。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-6521

FAX：03-3501-6046